

blockescence

Reuters: BCKG.DE

Bloomberg: BCK GY

Verwässerung aus Kapitalerhöhung vernachlässigbar

blockescence führt kurzfristig eine wertpapierprospektfreie Kapitalerhöhung durch. Der sich aus der Kapitalerhöhung ergebende Bruttoemissionserlös von EUR 0,675 Mio. soll zur Finanzierung von Working Capital-Bedürfnissen genutzt werden. Aufgrund des nur geringen Emissionsvolumens ist der aus der Kapitalerhöhung entstehende Verwässerungseffekt auf das Ergebnis bzw. den Buchwert je Aktie sowie die Eigenkapitalrendite in den folgenden Jahren vernachlässigbar. Bereits am Dienstag wurde bekannt, dass die vollkonsolidierte Tochter gamigo in den vergangenen zwölf Monaten (LTM) Umsätze von EUR 42,5 Mio. und ein EBITDA von EUR 9,2 Mio. (2017: EUR 7,0 Mio.) erzielt hat. Für blockescence sehen wir damit unsere Gesamtjahresprognosen von EUR 33,3 Mio. (Umsatz 2018e) bzw. EUR 6,8 Mio. (EBITDA 2018e) als gut erreichbar an. Nach Anpassung der Aktienstückzahlen bestätigen wir unser aus einem dreistufigen DCF-Entity-Modell abgeleitetes Zwölfmonats-Kursziel von EUR 1,70 je Aktie. Nach der deutlichen Outperformance der Aktie (+9,2% vs. DAX -16,7% LTM) und einem von uns erwarteten Kurssteigerungspotenzial von 44,1% bekräftigen wir unser Buy-Rating für die blockescence-Aktien.

Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht

Gestern nach Börsenschluss hat blockescence bekannt gegeben, das Grundkapital durch die Ausgabe von 500.000 Inhaberaktien von EUR 59,3 Mio. auf EUR 59,8 Mio. zu erhöhen. Der Ausgabepreis beläuft sich auf EUR 1,35 je Aktie, was einem Brutto- wie Nettoemissionserlös von EUR 0,675 Mio. entspricht. Die neuen Aktien sind ab dem 1. Januar 2018 gewinnberechtigt. Kosten aus der Kapitalerhöhung entstehen für blockescence Angabe

Die Kapitalerhöhung erfolgt dabei in zwei Schritten: Zunächst verkauft der Großaktionär der Gesellschaft, die Bodhivas GmbH (Aktienbesitz 46,8 Mio. Stück Aktien, Anteil 78,1%), 500.000 Stück Aktien aus ihrem Bestand an eine begrenzte Anzahl europäischer Investoren zum Preis von EUR 1,35 je Aktie, bevor Bodhivas in einer noch durchzuführenden Kapitalerhöhung dieselbe Aktienzahl zeichnet.

Mittelverwendung

blockescence beabsichtigt, den Mittelzufluss aus der Kapitalerhöhung zur Finanzierung allgemeiner Working Capital-Anforderungen zu verwenden.

Rating: Buy	Risiko: Hoch
Kurs: EUR 1,18	
Kursziel: EUR 1,70	

WKN/ISIN: MT0000580101/A1JGT0

Indizes: -

Transparenzlevel: Freiverkehr Frankfurt (Basic Board)

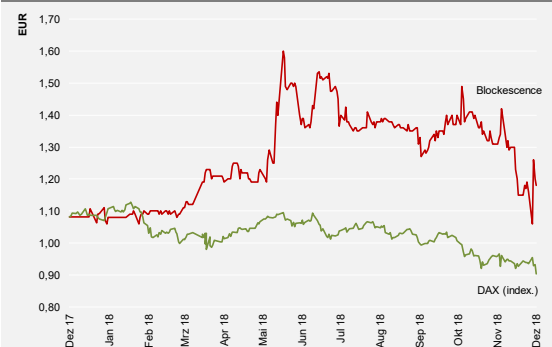
Gewichtete Anzahl Aktien: 59,850 Mio. (post-KE)

Marktkapitalisierung: EUR 70,6 Mio. (post-KE)

Handelsvolumen/Tag: ~25.000 Stück

Geschäftsbericht 2018: Vorauss. Juni 2019

EUR Mio. (31.12.)	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz	1,58	33,33	70,50	88,56
EBITDA	-4,86	6,77	15,44	28,21
EBIT	-4,86	0,52	4,91	15,54
EBT	-6,59	-0,87	2,30	13,06
EAT	-6,20	-0,17	1,63	9,28
% der Umsätze	2017	2018e	2019e	2020e
EBITDA	-307%	20%	22%	32%
EBIT	-307%	2%	7%	18%
EBT	-417%	-3%	3%	15%
EAT	-391%	0%	2%	10%
Je Aktie (EUR)	2017	2018e	2019e	2020e
EPS	-0,14	0,09	0,01	0,05
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,89	1,14	1,15	1,21
Cashflow	-0,18	0,50	0,39	0,51
%	2017	2018e	2019e	2020e
EK-Quote	40%	71%	66%	66%
Gearing	114%	-2%	-5%	-10%
x	2017	2018e	2019e	2020e
KGV	n/a	13,77	n/a	21,75
EV/Umsatz	59,01	5,05	2,33	1,81
EV/EBITDA	n/a	n/a	33,50	10,34
KBV	1,22	1,03	1,02	0,98
EUR Mio.	2018e	2019e	2020e	
Guidance: Umsatz	-	-	-	
Guidance: EBIT	-	-	-	



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

Peter Thilo Hasler, CEFA

+49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Vernachlässigbare Verwässerungseffekte

Die aus der Kapitalerhöhung entstehenden Verwässerungseffekte auf das Ergebnis bzw. den Buchwert je Aktie sowie die Eigenkapitalrendite sind für die folgenden Jahre vernachlässigbar.

Bestätigung unseres Kursziels von EUR 1,70 je Aktie

Wir bewerten die Aktien der blockescence anhand eines dreistufigen Discounted Cash-flow-Entity-Modells. Angesichts des kapitalintensiven, langfristig ausgerichteten Geschäftsmodells sehen wir darin das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien von blockescence. Nach Überarbeitung unseres Prognosemodells errechnet sich ein Enterprise Value von EUR 304,1 Mio. Aus diesem werden 35,7% über den Terminal Value abgeleitet, 56,4% bzw. 7,9% aus den in der Grob- bzw. Detailplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Vom Enterprise Value beläuft sich der Anteil der Eigenkapitalgeber auf 35,0%. Abzüglich der aktuellen Nettoverschuldung von EUR 7,9 Mio. (per Ende H1/2018) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 98,5 Mio. Bei 59,850 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 1,70 je Aktie.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 1,70 je Aktie.

TABELLE 1: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

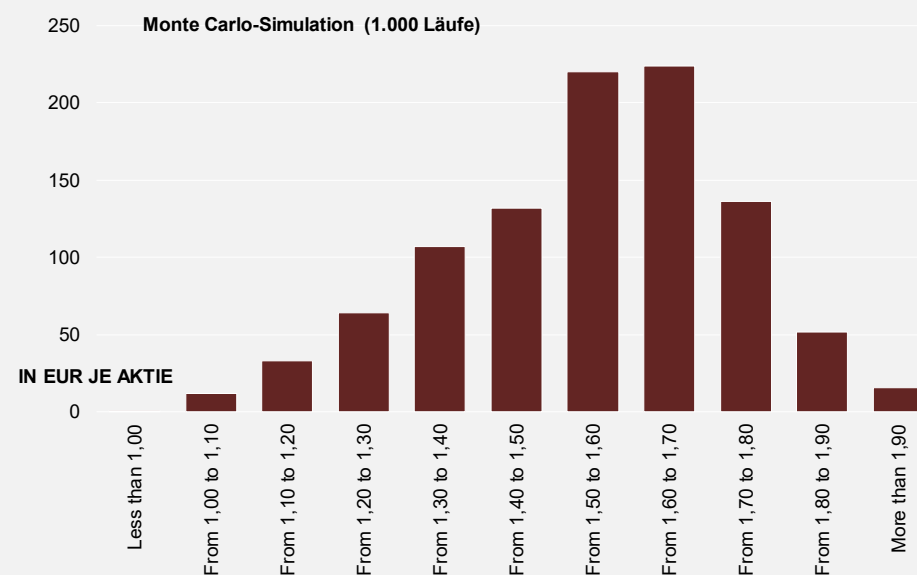
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	5,0%
Terminal Cost of capital	%	6,0%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	108,5
in % des Enterprise Value	%	35,7%
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	24,0
in % des Enterprise Value	%	7,9%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	171,7
in % des Enterprise Value	%	56,4%
Enterprise Value	EUR Mio.	304,1
Anteile Dritter	EUR Mio.	-197,7
Finanzschulden	EUR Mio.	-9,2
Excess Cash	EUR Mio.	1,3
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	98,5
Anzahl Aktien	Mio.	59,9
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	1,70

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

In der nachfolgenden Abbildung 1 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate und die EBIT-Marge im Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Es zeigt sich, dass Equity Values von unter EUR 59,9 Mio. bzw. über EUR 131,4 Mio. bzw. von unter EUR 1,00 und über EUR 2,20 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können.

ABBILDUNG 1: MONTE CARLO-SIMULATION (1.000 LÄUFE)



Die Szenarioanalyse basiert auf den unserem Modell zugrundeliegenden Prämissen, wobei Abweichungen in der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate während der Grobplanungsphase und dem Terminal Value vorgenommen wurden.

Zu sehen ist ein linksschiefes-rechtssteiles Histogramm mit einem Modus zwischen EUR 1,60 und EUR 1,70 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bestätigung unseres Buy-Ratings

Vor dem Hintergrund der bisherigen Outperformance der blockescence-Aktie (+9,2% YoY) gegenüber dem DAX (-16,7% YoY) und des von uns erwarteten weiteren Kursanstiegs von 44,1% bestätigen wir unser Buy-Rating für die Aktien der blockescence AG.

Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 1,70 je Aktie wären die Aktien von blockescence mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 2: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER BLOCKESCENCE-AKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs			Bewertung zum Kursziel von EUR 1,70		
		2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
KGV	x	13,8x	n/a	21,8x	19,8x	n/a	31,3x
EV/Umsatz	x	5,0x	2,3x	1,8x	6,0x	2,8x	2,2x
EV/EBITDA	x	n/a	33,5x	10,3x	n/a	39,8x	12,3x
KBV	x	1,0x	1,0x	1,0x	1,5x	1,5x	1,4x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Downside-Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Downside-Risiken (vgl. auch Seiten 26ff): **(1)** Überwiegende Bezugnahme auf das IP Dritter, **(2)** Abhängigkeiten von einzelnen Onlinespielen, **(3)** die

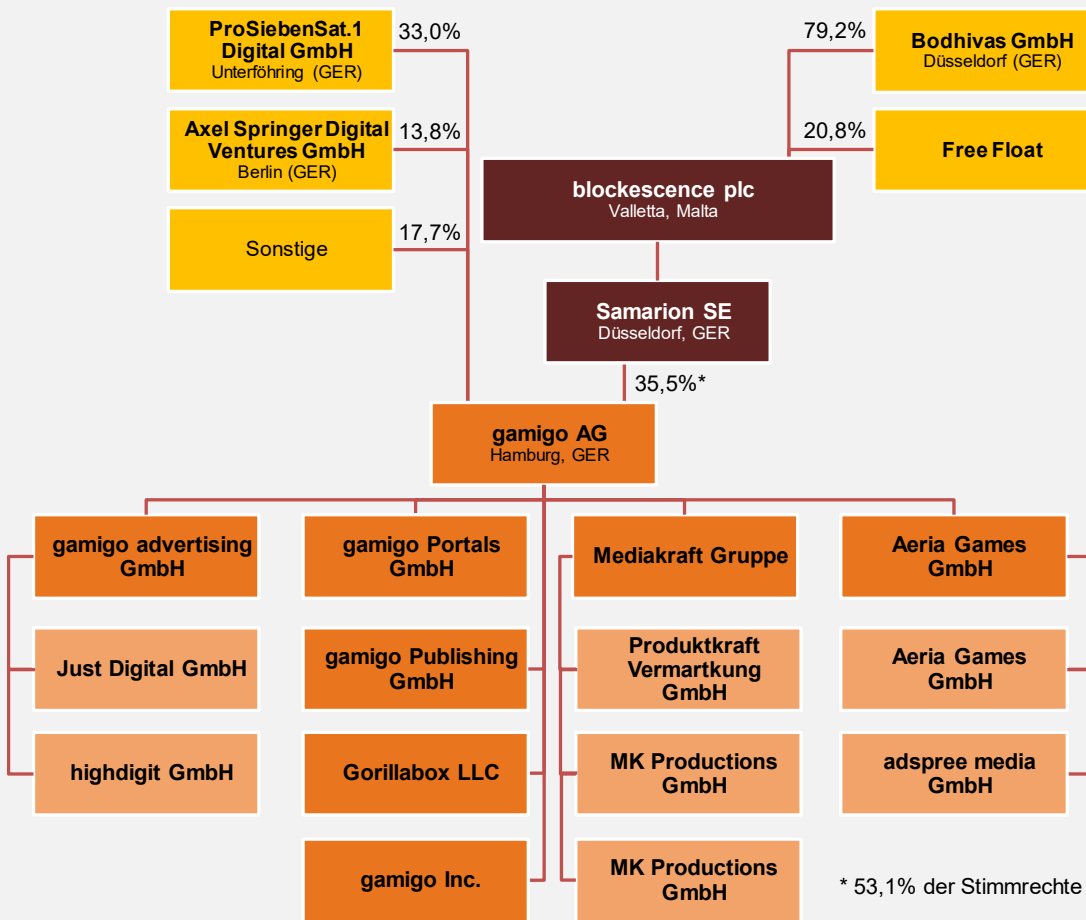
Gefahr einer zukünftigen Regulierung virtueller Währungen bzw. bestimmter Blockchain-Anwendungen, (4) Währungsrisiken im Translationsbereich, (5) Risiken aus externem Wachstum, (6) Abhängigkeiten vom Management, (7) mangelnde Skalierbarkeit von Blockchain-Anwendungen, (8) hohe Kapitalintensität und lange Kapitalbindung

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von blockescence in den kommenden Monaten sehen wir (1) Aufstockung der Beteiligung an gamigo, (2) Meldungen über eine anhaltend verbesserte Ertragsentwicklung gegenüber den Vorjahren, (3) eine anhaltend rückläufige Nettoverschuldung des Unternehmens, (4) weitere strategische Übernahmeaktivitäten in den Zielmärkten.

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

ABBILDUNG 2: ORGANIGRAMM BLOCKESENCE#



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

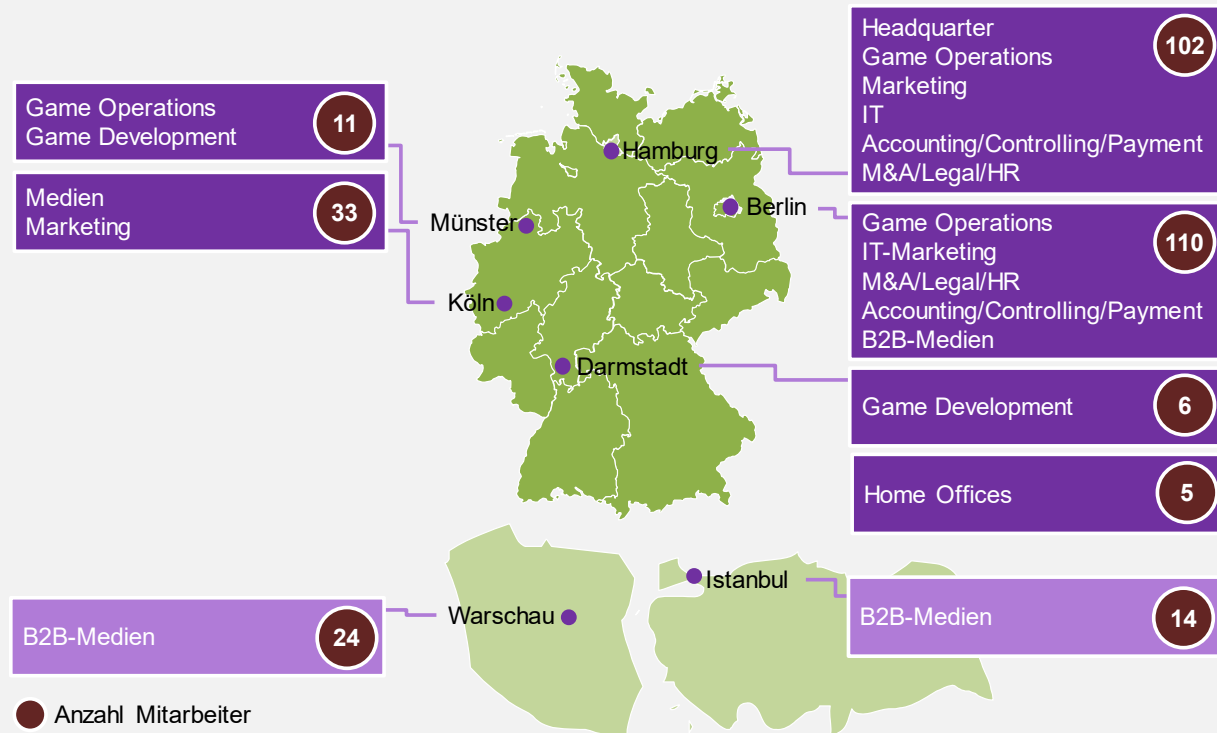
#ANM.: ALLE BETEILIGUNGSQUOTEN 100%, SOFERN NICHT ANDERS ANGEGEBEN

Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf Implementierung von Blockchain-Lösungen in bestehenden Industrien

blockescence sieht sich als eine der ersten Beteiligungsgesellschaften der Welt, deren Beteiligungsstrategie auf Unternehmen ausgerichtet ist, die ihr Marktumfeld durch den

Einsatz der sogenannten „Distributed Ledger-Technologie“ (DLT), im Allgemeinen auch als Blockchain-Technologie bekannt, nachhaltig verändern können.

ABBILDUNG 3: EUROPÄISCHE STANDORTE VON GAMIGO *



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Erste Beteiligung von blockescence: gamigo

Bislang hat sich blockescence an einer Gesellschaft beteiligt: gamigo. Mit 900.000 regelmäßigen Spielern (Monthly Average Users, kurz MAU) und mehr als 250 (Stand August 2018) Mitarbeitern in Hamburg (Headquarter), Berlin, Köln, Münster, Darmstadt, Warschau, Istanbul, Chicago und Seoul ist gamigo Angaben gemäß einer der führenden Anbieter von Online- und Mobile-Spielen in Europa und Nordamerika.

gamigo lizenziert, betreibt und vermarktet Online- und Mobile-Spiele – Client-Games (für die Spieler eine Software installieren müssen) sowie Browser-Games (ohne erforderliche Software-Installation, da das Spiel ausschließlich im Web-Browser gespielt wird) – bevorzugt aus dem Segment der sogenannten Massively Multiplayer Online Games („MMOGs“). Dabei handelt es sich um Videospiele, die von sehr vielen (häufig mehreren tausend) Spielern gleichzeitig über das Internet gespielt werden können. Typischerweise interagieren und kommunizieren die Spieler untereinander, schließen sich zu Gemeinschaften (sog. Gilden oder Clans) zusammen und entwickeln dabei die virtuelle Welt weiter fort.

Aufgrund der großen Anzahl an Mitspielern, die zu den unterschiedlichsten Zeiten am MMOG teilnehmen, werden MMOGs meist über mehrere Monate oder sogar Jahre gespielt. Daher zählen MMOGs zu den sogenannten „Core Games“, die im Gegensatz zu

den ebenfalls von gamigo angebotenen „Casual Games“ – einfachen (Denk-, Spaß- und Rate-) Spielen, die nur für kurze Zeit gespielt werden –, einen erheblich größeren Zeitaufwand des Spielers beanspruchen..

Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	n/a	0,6	1,6	33,3	70,5	88,6	106,4
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	25,6%	20,2%
YoY	EUR Mio.	n/a	0,6	1,0	31,8	37,2	18,1	17,9
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	2,5	5,0	7,5	10,0
Gesamtleistung	EUR Mio.	n/a	0,6	1,6	35,8	75,5	96,0	116,4
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	27,2%	21,2%
Materialaufwand	EUR Mio.	n/a	-0,7	-3,6	-13,9	-26,2	-26,5	-25,9
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	-38,8%	-34,7%	-27,6%	-22,2%
Rohertrag	EUR Mio.	n/a	-0,1	-2,0	21,9	49,3	69,5	90,5
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	41,0%	30,2%
YoY	EUR Mio.	n/a	-0,1	-1,9	24,0	27,4	20,2	21,0
in % der Gesamtleistung	%	n/a	-14,1%	n/a	61,2%	65,3%	72,4%	77,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	-9,3	-18,3	-21,5	-23,7
in % der Gesamtleistung	%	n/a	0,0%	0,0%	-26,0%	-24,3%	-22,4%	-20,4%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	n/a	-1,3	-3,6	-7,3	-17,1	-21,4	-25,6
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	-20,5%	-22,6%	-22,3%	-22,0%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	n/a	3,0	0,8	1,5	1,5	1,6	1,6
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	48,3%	4,2%	2,0%	1,7%	1,4%
EBITDA	EUR Mio.	n/a	1,6	-4,9	6,8	15,4	28,2	42,9
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	82,7%	52,0%
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	18,9%	20,5%	29,4%	36,8%
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,7	-0,8
Amortisation	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	-6,0	-10,0	-12,0	-14,0
EBIT	EUR Mio.	n/a	1,6	-4,9	0,5	4,9	15,5	28,1
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	80,7%
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	1,4%	6,5%	16,2%	24,1%
Zinsergebnis	EUR Mio.	n/a	-0,4	-1,6	-1,4	-2,6	-2,5	-2,3
Übrige finanzielle Aufwendungen und Erträge	EUR Mio.	n/a	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	n/a	1,2	-6,6	-0,9	2,3	13,1	25,7
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	-2,4%	3,0%	13,6%	22,1%
Steuern	EUR Mio.	n/a	1,3	0,4	0,7	-0,7	-3,8	-7,7
in % des EBT	%	n/a	n/a	-6,1%	-80,9%	-29,0%	-29,0%	-30,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	n/a	2,5	-6,2	-0,2	1,6	9,3	18,0
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	-0,5%	2,2%	9,7%	15,5%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	n/a	-0,1	0,0	0,1	-1,1	-6,0	-11,7
Außerordentliches Ergebnis	EUR Mio.	n/a	0,0	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aufgebener Geschäftsbereiche	EUR Mio.	n/a	-0,1	0,0	5,1	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	n/a	40,8	40,8	59,9	59,9	59,9	59,9
EPS	EUR	n/a	0,05	-0,14	0,09	0,01	0,05	0,11
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	n/a	2,0	3,3	202,5	213,8	220,6	227,4
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	0,5	0,6	2,5	2,8	3,0	3,3
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	n/a	1,1	0,8	54,6	59,6	64,6	69,6
Geschäfts- oder Firmenwerte	EUR Mio.	n/a	0,3	0,0	138,9	138,9	138,9	138,9
At Equity bewertete Anteile	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,1	0,4	0,4	0,4	0,5
Langfristige Steuerforderungen und sonstige Vermögenswerte	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	n/a	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktive latente Ertragssteuern	EUR Mio.	n/a	0,1	0,8	6,0	12,1	13,5	15,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	n/a	76,5	95,5	35,2	46,7	54,6	71,0
Vorräte	EUR Mio.	n/a	71,0	92,3	0,0	0,0	0,0	0,0
DIO	d	n/a	36.424	9.183	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	4,1	2,6	8,3	15,3	16,5	17,5
DSO	d	n/a	2.371	600	90	78	67	59
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,2	0,2	-0,5	-2,8	-5,5
Kurzfristige Ertragssteuerforderungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	n/a	1,5	0,4	26,7	31,9	40,9	59,0
Zum Verkauf stehende Vermögenswerte	EUR Mio.	n/a	19,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	n/a	97,5	98,8	237,7	260,5	275,2	298,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	46,2	40,0	169,7	171,3	180,6	198,6
EK-Quote	%	n/a	47,4%	40,4%	71,4%	65,8%	65,6%	66,6%
Grundkapital	EUR Mio.	n/a	40,8	40,8	59,9	59,9	59,9	59,9
Kapitalrücklage	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	7,8	7,8	7,8	7,8
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	n/a	-0,8	1,4	-4,4	0,8	1,3	4,6
Konzerngewinn	EUR Mio.	n/a	2,2	-5,7	5,1	0,6	3,2	6,3
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsverluste	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	n/a	4,0	3,5	101,3	102,4	108,4	120,1
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionen und weitere Personalverpflichtungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	43,9	23,2	39,5	53,0	57,4	62,1
Kurzfristige Finanzschulden	EUR Mio.	n/a	37,7	17,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	n/a	0,9	1,1	7,5	17,9	21,2	24,8
DPO	d	n/a	547	256	81	91	86	84
Ertragssteuerschulden	EUR Mio.	n/a	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	4,3	3,3	4,0	4,1	4,2	4,4
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	25,0	27,5	28,3	29,2
Sonstige kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,9	0,7	1,0	1,5	1,7	1,8
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	7,4	35,6	28,5	36,1	37,2	37,6
Langfristige Finanzschulden	EUR Mio.	n/a	0,0	28,0	15,0	15,0	14,0	13,0
Sonstige langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,1	5,0	5,0	4,9	4,9
Sonstige langfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	EUR Mio.	n/a	7,4	7,4	8,5	16,2	18,3	19,8
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	n/a	97,5	98,8	237,7	260,5	275,2	298,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Langfristiges Vermögen	%	n/a	2,1%	3,3%	85,2%	82,1%	80,1%	76,2%
Sachanlagevermögen	%	n/a	0,5%	0,6%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Immaterielles Vermögen	%	n/a	1,1%	0,9%	23,0%	22,9%	23,5%	23,3%
Geschäfts- oder Firmenwerte	%	n/a	0,3%	0,0%	58,4%	53,3%	50,5%	46,5%
At Equity bewertete Anteile	%	n/a	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Finanzanlagen	%	n/a	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
Langfristige Steuerforderungen und sonstige Vermögenswerte	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	%	n/a	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Ertragssteuern	%	n/a	0,2%	0,9%	2,5%	4,6%	4,9%	5,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	n/a	78,5%	96,7%	14,8%	17,9%	19,9%	23,8%
Vorräte	%	n/a	72,8%	93,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	n/a	4,2%	2,7%	3,5%	5,9%	6,0%	5,9%
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	%	n/a	0,0%	0,2%	0,1%	-0,2%	-1,0%	-1,8%
Kurzfristige Ertragssteuerforderungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Vermögenswerte	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	%	n/a	1,5%	0,4%	11,2%	12,2%	14,9%	19,8%
Zum Verkauf stehende Vermögenswerte	%	n/a	19,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Eigenkapital	%	n/a	47,4%	40,4%	71,4%	65,8%	65,6%	66,6%
Grundkapital	%	n/a	41,8%	41,3%	25,2%	23,0%	21,7%	20,1%
Kapitalrücklage	%	n/a	0,0%	0,0%	3,3%	3,0%	2,8%	2,6%
Gewinnrücklagen	%	n/a	-0,9%	1,4%	-1,8%	0,3%	0,5%	1,5%
Konzerngewinn	%	n/a	2,3%	-5,8%	2,2%	0,2%	1,2%	2,1%
Bilanzverlust/-gewinn	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Währungsverluste	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	n/a	4,1%	3,6%	42,6%	39,3%	39,4%	40,3%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionen und weitere Personalverpflichtungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	n/a	45,0%	23,5%	16,6%	20,4%	20,9%	20,8%
Kurzfristige Finanzschulden	%	n/a	38,7%	17,2%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	n/a	1,0%	1,1%	3,2%	6,9%	7,7%	8,3%
Ertragssteuerschulden	%	n/a	0,0%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Rückstellungen	%	n/a	4,4%	3,4%	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	%	n/a	0,0%	0,0%	10,5%	10,6%	10,3%	9,8%
Sonstige kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	%	n/a	1,0%	0,7%	0,4%	0,6%	0,6%	0,6%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	n/a	7,6%	36,0%	12,0%	13,9%	13,5%	12,6%
Langfristige Finanzschulden	%	n/a	0,0%	28,4%	6,3%	5,8%	5,1%	4,4%
Sonstige langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	%	n/a	0,0%	0,1%	2,1%	1,9%	1,8%	1,6%
Sonstige langfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	%	n/a	7,6%	7,5%	3,6%	6,2%	6,6%	6,6%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	n/a	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Nettoergebnis	EUR Mio.	n/a	2,5	-6,2	5,0	1,6	9,3	18,0
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,3	6,3	10,5	12,7	14,8
Zins- und Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	n/a	0,0	0,7	1,4	2,6	2,5	2,3
Gewinn/Verlust aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorräte	EUR Mio.	n/a	-27,6	-2,0	92,3	0,0	0,0	0,0
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	-5,7	-7,0	-1,2	-1,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,9	0,7	2,3	2,7
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	-5,2	-6,1	-1,5	-1,4
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,7	0,1	0,1	0,1
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	6,4	10,4	3,3	3,6
Δ Übrige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	23,9	2,5	0,8	0,8
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	1,1	7,7	2,1	1,5
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	n/a	-3,5	-0,4	-97,1	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	n/a	-28,6	-7,5	29,9	23,1	30,4	41,5
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	4,7	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	-0,1	0,0	-198,6	-15,0	-17,0	-19,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	-0,2	-0,3	-2,2	-0,8	-0,9	-1,1
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	195,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	n/a	4,4	-0,3	-6,2	-15,8	-18,0	-20,1
Free Cashflow	EUR Mio.	n/a	-24,2	-7,8	23,7	7,3	12,4	21,4
Free Cashflow-Marge	%	n/a	n/a	n/a	71,1%	10,4%	14,0%	20,1%
Δ Grundkapital	EUR Mio.	n/a	0,8	0,0	19,1	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	7,8	0,0	0,0	0,0
Δ Finanzschulden	EUR Mio.	n/a	23,8	8,4	-28,0	0,0	-1,0	-1,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	0,9	0,0	5,2	0,5	0,1	0,1
Zinsergebnis	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	-1,4	-2,6	-2,5	-2,3
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	n/a	25,6	6,8	2,6	-2,2	-3,4	-3,2
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	n/a	1,4	-1,0	26,3	5,2	9,0	18,1
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb von Zahlungsmitteln/ Zahlungsmitteläquivalente	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	n/a	0,0	1,5	0,4	26,7	31,9	40,9
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	n/a	1,5	0,4	26,7	31,9	40,9	59,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	n/a	0,6	1,6	33,3	70,5	88,6	106,4
Rohertrag	EUR Mio.	n/a	-0,1	-2,0	21,9	49,3	69,5	90,5
EBITDA	EUR Mio.	n/a	1,6	-4,9	6,8	15,4	28,2	42,9
EBIT	EUR Mio.	n/a	1,6	-4,9	0,5	4,9	15,5	28,1
EBT	EUR Mio.	n/a	1,2	-6,6	-0,9	2,3	13,1	25,7
Nettoergebnis	EUR Mio.	n/a	2,5	-6,2	-0,2	1,6	9,3	18,0
Anzahl Mitarbeiter		n/a	0	0	316	322	328	334
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	n/a	2,42	1,20	1,60			
Kurs Tief	EUR	n/a	0,09	0,84	1,06			
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	1,14	1,03	1,28			
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	1,09	1,09	1,18	1,18	1,18	1,18
EPS	EUR	n/a	0,05	-0,14	0,09	0,01	0,05	0,11
BVPS	EUR	n/a	1,03	0,89	1,14	1,15	1,21	1,31
CFPS	EUR	n/a	-0,70	-0,18	0,50	0,39	0,51	0,69
Dividende	EUR	n/a	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR							1,70
Performance bis Kursziel	%							44,1%
Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)								
EBITDA-Marge	%	n/a	268,1%	-306,9%	20,3%	21,9%	31,8%	40,3%
EBIT-Marge	%	n/a	268,1%	-306,9%	1,6%	7,0%	17,5%	26,4%
EBT-Marge	%	n/a	196,7%	-416,6%	-2,6%	3,3%	14,8%	24,2%
Netto-Marge	%	n/a	406,8%	-391,3%	-0,5%	2,3%	10,5%	16,9%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	-492,9%	71,1%	10,4%	14,0%	20,1%
ROE	%	n/a	5,4%	-15,5%	-0,1%	1,0%	5,1%	9,1%
NWC/Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	n/a	n/a	n/a	105	219	270	319
Pro-Kopf-EBIT	EURk	n/a	n/a	n/a	1,6	15,3	47,4	84,1
Capex/Umsatz	%	n/a	33,5%	17,4%	6,6%	1,1%	1,1%	1,0%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	n/a	n/a	157,4%	2005,7%	111,5%	25,6%	20,2%
Rohertrag	%	n/a	n/a	2239,1%	n/a	124,8%	41,0%	30,2%
EBITDA	%	n/a	n/a	n/a	n/a	128,2%	82,7%	52,0%
EBIT	%	n/a	n/a	n/a	n/a	850,7%	216,4%	80,7%
EBT	%	n/a	n/a	n/a	-86,9%	n/a	468,4%	97,0%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	n/a	-97,3%	n/a	468,4%	94,3%
EPS	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-88,9%	468,4%	94,3%
CFPS	%	n/a	n/a	-73,8%	n/a	-22,6%	31,2%	36,7%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2015-21e

HGB (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	2,0	3,3	202,5	213,8	220,6	227,4
Umlaufvermögen	EUR Mio.	n/a	95,5	95,5	35,2	46,7	54,6	71,0
Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	46,2	40,0	169,7	171,3	180,6	198,6
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	51,3	58,8	68,0	89,1	94,6	99,8
EK-Quote	%	n/a	47,4%	40,4%	71,4%	65,8%	65,6%	66,6%
Gearing	%	n/a	80,5%	113,7%	-2,2%	-4,9%	-10,2%	-18,8%
Working Capital	EUR Mio.	n/a	74,1	1,5	0,8	-2,6	-4,7	-7,3
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	n/a	40.800	40.800	59.850	59.850	59.850	59.850
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	98,7	49,0	95,8			
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	3,7	34,3	63,4			
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	46,5	42,0	76,6			
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	44,5	44,5	70,6	70,6	70,6	70,6
Nettoverschuldung	EUR Mio.	n/a	37,2	45,4	-3,7	-8,4	-18,3	-37,4
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	n/a	4,0	3,5	101,3	102,4	108,4	120,1
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	140,0	97,9	193,4			
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	44,9	83,2	161,0			
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	87,8	91,0	174,2			
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	85,7	93,4	168,2	164,6	160,7	153,4
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	227,60	61,85	5,80	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	n/a	73,03	52,57	4,83	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	142,69	57,46	5,23	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	139,37	59,01	5,05	2,33	1,81	1,44
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	84,9	n/a	28,6	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	n/a	27,2	n/a	23,8	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	53,2	n/a	25,7	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	52,0	n/a	24,9	10,7	5,7	3,6
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	52,0	n/a	325,6	33,5	10,3	5,5
KGV Hoch	x	n/a	44,2	n/a	18,7	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	1,6	n/a	12,4	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	20,8	n/a	14,9	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	19,9	n/a	13,8	123,6	21,8	11,2
KBV Schlusskurs	x	n/a	1,1	1,2	1,0	1,0	1,0	0,9
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	2,6	n/a	n/a	n/a
FCF-Yield	%	n/a	-54,4%	-17,5%	33,6%	10,4%	17,5%	30,2%
Dividendenrendite	%	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Discounted Cashflow-Bewertung

HGB (31.12.)		2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal year
Umsatz	EUR Mio.	33,3	70,5	88,6	106,4	127,7	148,4	167,0	182,6	194,7	203,7	210,2	214,8	218,4	221,2	223,7
YoY	%	2005,7%	111,5%	25,6%	20,2%	20,0%	16,2%	12,6%	9,3%	6,7%	4,6%	3,2%	2,2%	1,6%	1,3%	1,1%
EBIT	EUR Mio.	0,5	4,9	15,5	28,1	33,9	39,6	44,8	49,3	52,9	55,6	57,7	59,3	60,6	61,7	62,7
EBIT-Marge	%	1,6%	7,0%	17,5%	26,4%	26,5%	26,7%	26,8%	27,0%	27,1%	27,3%	27,4%	27,6%	27,7%	27,9%	28,0%
Steuern	EUR Mio.	0,7	-0,7	-3,8	-7,7	-9,4	-11,1	-12,6	-14,0	-15,1	-16,0	-16,8	-17,4	-17,9	-18,4	-18,8
Steuerquote (τ)	%	-135,7%	13,6%	24,4%	27,5%	27,7%	27,9%	28,2%	28,4%	28,6%	28,8%	29,1%	29,3%	29,5%	29,8%	30,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	1,2	4,2	11,8	20,4	24,5	28,5	32,2	35,3	37,7	39,6	40,9	41,9	42,7	43,3	43,9
Reinvestment	EUR Mio.	0,7	-1,8	-3,3	-2,7	-2,1	-2,3	-2,3	-2,2	-1,9	-1,5	-1,2	-0,9	-0,7	-0,6	-0,5
FCFF	EUR Mio.	2,0	2,4	8,5	17,6	22,4	26,2	29,9	33,1	35,9	38,1	39,8	41,0	42,0	42,8	43,4
WACC	%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,4%	9,9%	9,4%	8,9%	8,4%	8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	6,0%
Diskontierungssatz	%	100,0%	90,2%	81,3%	73,4%	66,4%	60,5%	55,3%	50,7%	46,8%	43,3%	40,3%	37,7%	35,4%	33,4%	31,5%
Barwert der FCFF	EUR Mio.	2,0	2,2	6,9	12,9	14,9	15,9	16,5	16,8	16,8	16,5	16,0	15,5	14,9	14,3	13,7
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	5,0%														
Terminal Cost of capital	%	6,0%														
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	108,5														
in % des Enterprise Value	%	35,7%														
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	24,0														
in % des Enterprise Value	%	7,9%														
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	171,7														
in % des Enterprise Value	%	56,4%														
Enterprise Value	EUR Mio.	304,1														
Anteile Dritter	EUR Mio.	-197,7														
Finanzschulden	EUR Mio.	-9,2														
Excess Cash	EUR Mio.	1,3														
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	98,5														
Anzahl Aktien	Mio.	59,9														
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	1,70														

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



Beim Kraftwerk 8 | 82065 Baierbrunn bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt oder an Dritte weitergegeben werden. **Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.**

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlung ist terminlich nicht festgelegt und ihr Zeitpunkt grundsätzlich nicht absehbar; sie erfolgt jedoch in der Regel im Anschluss an die Veröffentlichungen entsprechender Finanzberichte. Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in der Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen und Finanzportale sowie per Email an alle interessierten professionellen Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem Veröffentlichungstag der jeweiligen Studie vorangehenden Handelstages. Wird das Wertpapier nicht auf XETRA gehandelt, handelt es sich bei den in der Studie genannten Wertpapierkursen um den Schlusskurs des jeweiligen Börsenplatzes des dem Veröffentlichungstag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.
Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.
Buy: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Unter der Risikoeinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ☞ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ☞ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ☞ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ☞ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ☞ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ☞ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ☞ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet für die Beschreibung der Interessenskonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende Keys:

Key 1: Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisions-einnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate, adjustiert um Aktiensplit):

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
07.12.2018/09:05 Uhr	EUR 1,15/EUR 1,70	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1, 8
24.10.2018/08:10 Uhr	EUR 1,36/EUR 1,70	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 8
15.10.2018/08:40 Uhr	EUR 1,39/EUR 1,50	Hold, Gültigkeit 12 Monate	1; 2; 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Erklärungen gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:
Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, susanne.hasler@sphene-capital.de.

Erklärung der Ersteller der Studien

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.

Diese Studie wurde am 07.12.2018 um 09:5 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 1,17.